

## SVAG START BLEV AFLØST AF STÆRK SLUTNING I MAJ

Maj var risikomæssigt opdelt i to perioder. Risikoaversion (investors modvilje til at påtage sig risiko uden at blive kompenseret for det) dominerede i starten af måneden men blev afløst af risikoappetit mod slutningen af måneden. Den udvikling skal blandt andet ses i lyset af, at de store stigninger i korte amerikanske statsrenter begyndte at klinge af i løbet af maj – hvilket givetvis blev tolket som et signal om et eventuelt toppunkt i Feds (den amerikanske centralbanks) kommende pengepolitiske stramninger.

Globale aktier faldt med 0,2% i maj ifølge MSCI ACWI opgjort i lokalvaluta. Afkastet på MSCI ACWI blev -1,6% opgjort i DKK. Der var forholdsvis stor spredning på afkastene opgjort på sektorniveau. Energy steg med godt 11% på baggrund af en stigning i olieprisen på mere end 13 USD per tønde svarende til 12%. De næsthøjeste afkast indtraf i sektorerne Utilities og Finance. I modsat ende af afkastspektret blev de største fald realiseret inden for Real Estate, Consumer Staples og Consumer Discretionaries. Udviklingen i kreditspænd (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) på europæiske erhvervsobligationer fulgte ligeledes det generelle skift fra risikoaversion til risikoappetit i forrige måned, hvor kreditspænd steg i starten af maj for at falde i slutningen af maj. Samlet set steg spændet med 10 og 27 basispoint for henholdsvis europæiske Investment Grade- og High Yield-obligationer. For de to aktivklasser medførte udviklingen merafkast på henholdsvis -50 og -80 basispoint sat i forhold til afkastet på sammenlignelige statsobligationer. Renten på danske 10-årige statsobligationer steg fra 1,2% til 1,5% i løbet af maj.

### Indikatorer signalerer fortsat tab af økonomisk momentum

De nyligt offentliggjorte indikatorer tyder på, at det aftagende vækstmomentum fortsætter hen mod

sommeren. Den mest cykliske del af erhvervstillidsindikatorerne indsamlet inden for fremstillingsindustrien i OECD-området udviser en fortsat faldende trend i ordreindgangen. Til gengæld stiger indikatorerne i Kina i kølvandet på genåbningen af Shenzhen og Shanghai efter de corona-relaterede nedlukninger. I den samlede vurdering af det afmatningsforløb skal det fremhæves, at ordrekomponenten har udvist et fald fra indeks 57,3 i maj 2021 til 50,3 i april 2022. De store fald har dermed bragt ordrekomponenten ned i nærheden af de niveauer, hvor det aftagende momentum i tidligere opbremsningsperioder er blevet afløst af stabilisering og trendvendinger – dog eksklusiv de ekstraordinære episoder med store negative stød fra tech-krise i 2001, finanskrisen i 2008 og coronakrisen i 2020. Udsigterne for vækstforløbet i andet halvår 2022 kompliceres af, at den globale industriproduktion stadig er kraftigt negativt påvirket af problemer med at fremskaffe den tilstrækkelige mængde underkomponenter i kombination med flaskehalse i transporten af disse underkomponenter. Målt på det såkaldte "supply chain pressure index" publiceret af NY Fed, så tyder den aktuelle situation ikke på, at der er sket nævneværdige tegn på forbedringer i de globale forsyningskæder det seneste år. Den aktuelle problemstilling er desuden af så ekstraordinær karakter, at den uundgåeligt har en negativ påvirkning på den globale erhvervstillid – hvor selv en lavere ordreindgang og slutefterspørgsel stadig ikke kan imødekommes af virksomhederne grundet store forsyningsproblemer til produktionslinjerne. Det må forventes, at den igangværende gradvise udfasning af corona-restriktioner i Kina vil forbedre forsyningskæderne de kommende måneder. Men problemstillingen er imidlertid et globalt fænomen, hvorfor en normalisering på området formentlig kommer til at strække sig over en længere periode. I så fald er det sandsynligt, at inflationsrelaterede data topper hen over sommeren – men også, at prisstigningstakterne har risiko for at forblive på ukomfortable høje niveauer i endnu en periode, indtil

flaskehalsene i forsyningskæderne endeligt bliver elimineret.

### **Investeringskonklusioner og aktivallokering**

De seneste kvartalers tab af vækstmomentum har igen fastlåst investorerne i det klassiske dilemma for aktivallokeringen, hvor hverken allokering mod risikofrie aktiver eller mod risikofyldte aktiver har gjort den store forskel på det samlede afkast. De seneste måneders relative afkastmønstre mellem aktier og obligationer kan i de store træk sidestilles med udviklingen i foregående opbremsningsfaser. I indeværende år har de fire likvide aktivklasser, som typisk udgør hovedparten af en dansk balanceret portefølje i form af starter/realer, IG obligationer, HY obligationer og globale aktier givet stort set samme afkast, jævnfør publikationen "[Da coronaen forsvandt..](#)".

Den økonomiske opbremsningsfase er denne gang faldet sammen med, at finansmarkedets vigtigste aktivklasse i form af korte amerikanske statsobligationer har fundet et markedsbaseret renteniveau efter udfasningen af coronakrisens pengepolitiske forsikringsordninger. På blot 4 måneder er inddiskonteret en rentestigning på 2,5%-point, som til sammenligning tog 24 måneder hen over perioden ultimo 2016 til ultimo 2018. En så stor tilpasning af renteniveauet har konsekvenser for prisfastsættelsen af alle øvrige aktivklasser. MSCI ACWI er siden midten af november faldet med godt 13%, mens EPS er steget med godt 7%. Af den grund anses finansmarkedet for at være langt henne i forløbet med hensyn til den rentedrevne tilpasning af prisfastsættelsen. Den neutrale allokering mellem obligationer og aktier fastholdes - mens aktiedelen fortsat allokeres mod en taktisk overvægt af Minimum Volatility relativt til markedet på MSCI World niveau. Minimum Volatility har tendens til levere et positivt merafkast i perioder med faldende tillidsindikatorer, lavere økonomisk momentum og generelt strammere finansielle omgivelser, jævnfør publikationen "[Overvægt Minimum Volatility](#)".

Redaktionens afslutning: 2. juni 2022